

De la crise financière à la guerre des monnaies

Christian de Boissieu *

La crise économique et financière mondiale a accentué certaines évolutions monétaires déjà à l'œuvre. Si le dollar reste, et de loin, la principale monnaie de réserve, il est désormais concurrencé par l'euro, et contesté par certains créanciers des États-Unis, en particulier la Chine. L'analyse de la dynamique et des tensions entre les grandes monnaies rend plausible une utilisation agressive de l'arme du taux de change par certains pays pour accélérer leur sortie de crise. Afin d'éviter un tel scénario, une coordination monétaire dans le cadre du G20 apparaît indispensable.

* Christian de Boissieu

est professeur d'économie à l'université Panthéon-Sorbonne (Paris I) et président du Conseil d'analyse économique auprès du Premier ministre.

Il existe différentes manières, plus complémentaires que concurrentes, d'interpréter la crise économique et financière mondiale qui a commencé en août 2007 et qui, en 2010, est loin d'être terminée. On peut y voir les implications de l'éclatement de la bulle spéculative immobilière aux États-Unis, les effets de l'abondance de liquidités au plan mondial qui nourrit les bulles spéculatives ou les conséquences de la sophistication et de la complexité de la finance – titrisation, instruments dérivés, etc. Cette crise peut également être interprétée en insistant sur ce qui constitue sa toile de fond : des déséquilibres internationaux structurels – déficits américains, excédents chinois et japonais – et les priviléges du dollar comme monnaie de réserve par excellence. Ces déséquilibres et asymétries monétaires ne sont pas nouveaux. Cumulés aux autres facteurs évoqués précédemment, ils prennent cependant une résonance particulière¹.

La crise mondiale actuelle ne sera pas sans conséquence sur les rapports entre les principales monnaies. Elle accélère en effet le rééquilibrage dans l'économie mondiale en faveur des grands pays émergents (Chine, Inde, Brésil, Indonésie, Corée du Sud...). Ces pays qui sont les locomotives de la reprise et de la croissance mondiales ont un

rôle géopolitique enfin reconnu par la création en 2009 du G20 en tant que principal forum économique mondial.

Concernant les taux de change, quel sens conservent alors le G7 ou le G8 ? Peut-on continuer à parler de monnaie, de cours de change et de tout autre sujet avec la Russie – qui fait partie du G8 – et sans la Chine ? Pour éviter de multiplier les instances de concertation, il semble souhaitable de mettre assez rapidement un terme aux exercices du G7 ou du G8 et faire en sorte que le G20 devienne le lieu de synthèse des négociations internationales, aujourd'hui dispersées entre de nombreuses enceintes. Il n'est pas envisageable de continuer à séparer la monnaie et la finance des autres champs d'action des États. Le rattrapage rapide par la Chine des pays les plus avancés en matière de technologie, d'enseignement supérieur et de recherche illustre ce phénomène qui devrait avoir naturellement des incidences sur le rôle international de la monnaie chinoise.

¹ Sur les origines de la crise, voir le dossier « Mondialisation et crises financières » de *Questions internationales*, n° 34, novembre-décembre 2008.

La crise et les rapports de puissance entre monnaies

L'état des lieux : le dollar reste la monnaie de référence

Le dollar américain est dorénavant contesté, en particulier par certains créanciers des États-Unis, sans pour autant être remplacé. Il demeure donc la principale monnaie de référence à l'aune des différents critères envisageables.

La composition des réserves de change des banques centrales

Les statistiques sur la composition des réserves de change – à l'exception de l'or – des banques centrales dans le monde publiées par le Fonds monétaire international (FMI) appellent plusieurs observations.

Depuis son lancement en 1999, l'euro a vu sa part de marché dans les réserves de change s'élever de façon quasi continue, pour gagner 10 points – à près de 28 % – en un peu plus de dix ans. Cette installation de l'euro dans les réserves de change des banques centrales s'est effectuée pour l'essentiel au détriment du dollar. Depuis 1999, la somme des parts de marché du dollar et de l'euro est restée à peu près stable, autour de 90 %.

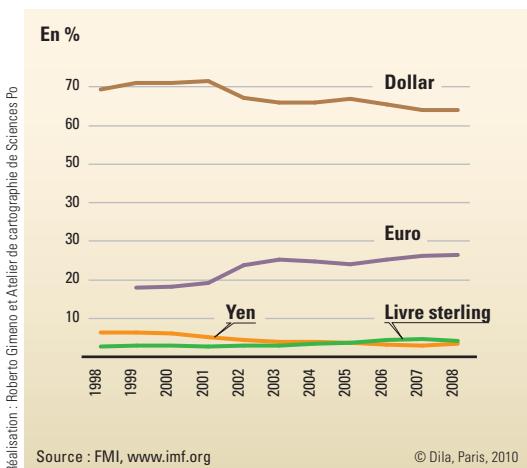
Le yen est clairement tombé en « deuxième division », avec une part de marché à la fin du deuxième trimestre 2009 proche de 3 %. Ce recul du rôle international du yen est probablement irréversible : pour continuer le parallèle avec le football, une fois en deuxième division, il est difficile de remonter en première. Alors que la livre sterling maintient ses positions, passant même devant le yen, le franc suisse est également totalement marginalisé.

Des indicateurs complémentaires

La composition des réserves de change ne suffit pas à représenter la hiérarchie entre les devises. Une analyse multicritères s'impose.

Pour la facturation et le règlement du commerce mondial, les chiffres sont beaucoup plus incertains. Car, si de nombreux pays donnent des

Part des devises dans les réserves de change des banques centrales (1998-2008)



Source : FMI, www.imf.org

© Dila, Paris, 2010

informations fiables sur leur commerce extérieur, il n'existe pas de résultats agrégés à l'échelle mondiale. Quoi qu'il en soit, dans ce domaine, l'ordre de grandeur est de 40 à 45 % pour le dollar, de 15 à 20 % pour l'euro, le yen et la livre sterling ne représentant que des miettes. La concentration sur les deux grandes devises est moins forte que pour les réserves de change, puisqu'elle correspond à une part de marché agrégée d'au maximum 65 %. Ce résultat tient en particulier au fait que chaque pays, pour limiter le risque de change, s'efforce de facturer une part non négligeable de ses exportations et de ses importations dans sa devise lorsqu'il en a la possibilité.

Sur le marché international des obligations, l'euro a dès son lancement en 1999 fait jeu égal avec le dollar pour la dénomination des émissions, avec une part de marché comprise entre 40 et 45 % pour chacune des deux monnaies. Il s'agit du segment de la finance internationale que la monnaie unique européenne a pénétré le plus aisément.

Pour les opérations de change, l'avance du dollar demeure confortable. D'après les dernières statistiques de la Banque des règlements internationaux (BRI) réalisées en 2007², la

² Bank for International Settlements, *Triennial Central Bank Survey. December 2007. Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in 2007*, disponible uniquement en anglais sur : www.bis.org

devise américaine représente environ 43 % de ces opérations, l'euro 18,5 %, le yen 8 % et la livre sterling 7,5 %.

Il existe également des indicateurs fournis par les marchés d'instruments dérivés (contrats à terme, swaps, options...). Sur les marchés dérivés de taux et sur ceux de gré à gré (*Over-The-Counter*, OTC), l'euro et le dollar étaient en juin 2009 au coude à coude avec, pour chaque devise, une part de marché d'environ 37 %. Pour les dérivés de change également sur le marché OTC, la part du dollar est écrasante – près de 84 %.

Le système monétaire et financier, avant le début de la crise mondiale comme depuis, se présente comme un duopole monétaire asymétrique. Un duopole, puisque le système s'organise désormais autour du dollar et de l'euro, et non plus autour de la triade monétaire dollar, euro et yen en vigueur il n'y a pas si longtemps. Un duopole asymétrique, car le dollar continue de faire la course en tête, souvent nettement, pour la plupart des fonctions exercées par la monnaie. On retrouve une idée souvent avancée : les transitions monétaires s'inscrivent dans le long terme puisqu'il faut du temps pour bousculer les habitudes, les priviléges de la principale monnaie de réserve et surmonter différentes formes d'inertie.

Le dollar contesté : le mouvement et ses limites

La crise a eu tendance à nourrir une contestation vis-à-vis de la devise américaine. Le mouvement a vraiment démarré en mars 2009, lorsque le gouverneur de la Banque centrale de Chine a évoqué publiquement le désir de son pays de diversifier ses réserves monétaires et de favoriser l'éclosion d'autres monnaies de réserve que le dollar. Sur ce sujet, la position chinoise ne peut être qu'embarrassée. D'un côté, avec 2 400 milliards de dollars de réserves de change à la fin de 2009, dont environ 70 % en dollars et 20 % en euros, la Chine n'a aucun intérêt à provoquer ou à précipiter une chute du billet vert qui nuirait gravement à ses intérêts financiers. De l'autre, il est aisément de comprendre qu'une telle dépendance réciproque dans ce G2 informel qui caractérise les liens entre les États-Unis et la Chine puisse irriter Pékin.

Quelles devises pourraient servir de complément voire de substitut au dollar ? La monnaie européenne dispose d'un potentiel de développement significatif. Néanmoins, si la Chine décidait de doubler la part en euros de ses réserves de change, pour aller à 40 % en réduisant la part du dollar à 50 %, il s'agirait d'un véritable cadeau empoisonné qui doperait certes le rôle international de l'euro, mais provoquerait un choc sur les taux de change. Une montée du cours de l'euro pèserait forcément sur la croissance et l'emploi en Europe.

Il est fort probable que le yuan chinois devienne le troisième pôle de la triade monétaire internationale, à côté du dollar et de l'euro. D'ici-là, des étapes préalables sont à franchir, en particulier le passage à la convertibilité de la devise chinoise.

Quant au droit de tirage spécial (DTS)³, l'idée a été évoquée par les responsables chinois. Pourtant, il convient de rester réaliste et de reconnaître que le DTS demeure depuis sa création confiné dans son rôle de monnaie de compte des opérations du FMI et rien d'autre. Cette situation tient à plusieurs facteurs, tant politiques qu'économiques, et en particulier à la définition du DTS comme un panier de monnaies. Une monnaie-panier peut être attractive du point de vue financier, pour libeller des dépôts, des crédits, des obligations..., puisqu'elle permet de réduire le risque de change. En revanche, cette même monnaie-panier ne présente guère d'avantages dans la facturation et le règlement, car elle oblige à d'incessantes opérations de composition, décomposition et recomposition du panier avec, à la clé, des coûts de transactions significatifs. L'Europe a fait l'expérience des avantages, mais aussi des limites, d'une monnaie-panier avec l'ECU (*European Currency Unit*), ancêtre de l'euro et ancêtre du Système monétaire européen (1979-1998). L'élargissement du panier du DTS afin d'y intégrer le yuan chinois n'aura pas de sens tant que ce dernier n'est pas pleinement

³ Le DTS est un instrument de réserve internationale créé par le FMI en 1969 pour compléter les réserves officielles existantes des pays membres. Sa valeur est basée sur un panier de quatre grandes devises, le dollar, l'euro, le yen et la livre sterling. Les DTS peuvent être échangés contre des devises librement utilisables.

convertible. En outre, l'ouverture vers le yuan, la roupie indienne ou le réal brésilien n'éliminerait pas les handicaps signalés d'une monnaie-papier, bien au contraire.

D'autres scénarios ont été évoqués. Le président russe Dmitri Medvedev ambitionne un rôle international pour le rouble. Outre le fait que sa pleine convertibilité est une condition préalable, on voit toutefois mal comment le rouble pourrait prétendre jouer dans la cour des grandes devises. Les pays producteurs de pétrole affirment eux aussi périodiquement leur souhait de s'affranchir du dollar, mais il s'agit jusqu'à présent de vœux pieux. La Russie, la Chine et les pays d'Asie centrale, regroupés depuis 2001 au sein de l'Organisation de coopération de Shanghai (OCS), aspirent également à se passer du dollar pour leurs échanges commerciaux régionaux, notamment pétroliers. Là encore, il s'agit de paroles et d'intentions plus que d'actes.

Toutes ces velléités traduisent bien le sentiment de fragilité et aussi de transition longue qui concerne un dollar verbalement et politiquement contesté, mais pas réellement remplacé.

La crise mondiale et les taux de change

Implications de la crise pour la grille des taux de change

Quelles valeurs-refuges ?

Par sa violence, la crise a accentué des phénomènes bien identifiés : le report des instruments vers la qualité – c'est-à-dire des titres sans risque de défaut, essentiellement ceux émis par les États les plus crédibles – et vers la liquidité. En outre, depuis 2007, nombre d'investisseurs manifestent un intérêt pour la simplicité, parce qu'ils se défient des produits financiers « exotiques » et des montages trop sophistiqués.

À quels actifs ont profité les turbulences et la montée des risques ? Un peu à l'or, même s'il s'agit probablement d'un mouvement à très court terme. Certainement pas au franc suisse, à la

différence de certains épisodes précédents. Depuis août 2007, le dollar a servi à différentes reprises de valeur-refuge grâce à la stature économique et stratégique des États-Unis et à la profondeur et à la liquidité de leurs marchés financiers. Mais, en pratique, ce sont principalement les bons et obligations du Trésor américain ainsi que les titres émis par quelques autres États bénéficiant de la meilleure signature qui ont été les bénéficiaires du report vers la qualité. Ce phénomène a fini par créer une bulle spéculative sur une partie du marché obligataire, dont l'explosion au cours des deux prochaines années est prévisible. Si elle se produit, il en résultera une remontée significative des taux à moyen et long terme dans le monde, avec des effets négatifs pour l'investissement, la croissance et l'emploi.

La dynamique du taux de change du dollar

En août 2007, au moment où la crise financière se déclenche, le cours du dollar est déjà bas, nettement sous-évalué par rapport à l'euro et à d'autres devises. Plusieurs forces jouant dans le même sens auraient pu l'enfoncer un peu plus : l'intensité de la crise bancaire aux États-Unis ; la réactivité de la Réserve fédérale américaine (Fed), abaissant son principal taux directeur (le taux des fonds fédéraux) à près de 0 %, alors que la Banque centrale européenne (BCE) n'est pas allée dans sa politique de réduction au-delà de 1 % et que la Banque d'Angleterre s'est arrêtée à 0,5 % ; le creusement du déficit budgétaire américain (12 à 13 % du PIB en 2009-2010) sous l'effet de la mauvaise conjoncture, du plan de relance, etc. Que le dollar n'ait pas cédé de terrain malgré la crise systémique pourtant d'origine américaine tient en partie aux difficultés partagées par les partenaires des États-Unis et à une certaine résilience de l'économie américaine – la résilience étant entendue ici comme la capacité à gérer et à digérer des chocs négatifs et à revenir au point de départ une fois passés ces chocs. Le rebond du dollar, fin 2009 et début 2010, a été également nourri par les tensions à l'intérieur de la zone euro.

Quand les marchés « testent » la zone euro

Depuis le début de la crise, la Grèce fait figure de « maillon faible » de la zone euro. Elle

le doit aux tricheries répétées sur ses comptes publics, à la situation fort dégradée de ses indicateurs de finances publiques – déficit public entre 12 et 13 % du PIB, dette publique proche de 120 % du PIB – et à l'absence de véritable base industrielle dans le pays. Faute de pouvoir jouer la dévaluation de la drachme disparue pour cause d'entrée dans l'euro, les marchés ont fait grimper les primes de risque (*spreads* de signature). Fin février 2010, l'État grec payait sur les emprunts à dix ans pratiquement deux fois le taux que payait l'État allemand. L'expression déplaisante de « PIIGS » – Portugal, Italie, Irlande, Grèce et Espagne (*Spain*) – utilisée dans la presse anglo-saxonne pour désigner des pays de la zone euro aux finances publiques très dégradées manque toutefois de fondement financier, car les primes de risque payées par l'Irlande, le Portugal, l'Espagne ou l'Italie sont sans commune mesure avec celles de la Grèce. On voit donc, dans les turbulences de la zone euro, en quoi la volatilité des taux de change par définition éliminée entre les pays de la zone euro s'est transformée en creusement et volatilité des *spreads*. Les transferts de volatilité entre marchés des changes et marchés de capitaux sont bien connus, mais ils trouvent dans la zone euro une application nouvelle.

Dans l'attaque contre la Grèce et le jeu de possibles effets de contagion, les marchés testent aussi la capacité de l'Union européenne à trouver, à court terme, la bonne réponse et à améliorer sa gouvernance économique et politique. Le scénario d'implosion de l'euro semble néanmoins hautement improbable. Ni la Grèce ni ses partenaires de l'euro n'y auraient intérêt. La solution doit venir de l'Europe *via* un dispositif de soutien économe en capitaux – des systèmes de garantie par exemple – et assorti de conditions macroéconomiques exigeantes pour la Grèce, avec, à la clé, une surveillance stricte du respect des engagements pris. Si tel est le cas, le FMI n'a pas de raison d'intervenir seul et en première ligne pour la Grèce. Il peut au maximum épauler, en second rideau, un programme de soutien conçu et mis en œuvre par l'Union européenne. C'est en fait ce qui a été décidé dans l'accord concocté en mars 2010 : l'Union européenne et le FMI viennent ensemble au secours de la Grèce, avec une forte conditionnalité qu'il va s'agir de faire respecter par

ce pays, mais l'Union garde la maîtrise du dispositif – elle couvrira les deux tiers du soutien financier en cas de nécessité, contre un tiers pour le FMI.

Le recul du taux de change de l'euro est, en soi, plutôt une bonne nouvelle pour la compétitivité, la croissance et l'emploi dans la zone euro. Seulement, les raisons de cette baisse n'augurent rien de favorable puisqu'elles traduisent une suspicion sur la capacité de l'Union européenne à apporter assez rapidement les éléments de coordination et de gouvernance indispensables au bon fonctionnement d'une zone forcément hétérogène. Une volonté politique plus affirmée pourrait donner tort aux Cassandre et aux spéculateurs qui parient, pour certains, sur l'implosion de l'Union économique et monétaire.

Politique de change et sortie de crise

Comment accélérer la reprise et inverser les mauvaises courbes du chômage ? Il n'y a plus de marges de manœuvre du côté monétaire, car les banques centrales ont conjugué interventions classiques et moyens non conventionnels pour contrer les risques systémiques. Le côté budgétaire n'offre pas davantage de perspectives vu les niveaux atteints, un peu partout, par les déficits publics et les ratios de dette publique. D'où la tentation de recourir à l'arme du taux de change, au détriment des autres, dans le cadre d'une stratégie non coopérative.

Si la dépréciation compétitive du taux de change est susceptible d'aider un pays pris individuellement, elle devient vite un jeu où il n'y a, au bout du compte, que des perdants lorsqu'elle se généralise. On l'a bien constaté dans les années 1930. Or, dans le contexte de la crise en cours et du flou des perspectives de sortie de crise, un tel schéma ne peut être exclu. Si le scénario évoqué ici n'est en aucune façon certain, sa probabilité d'occurrence n'est pas nulle.

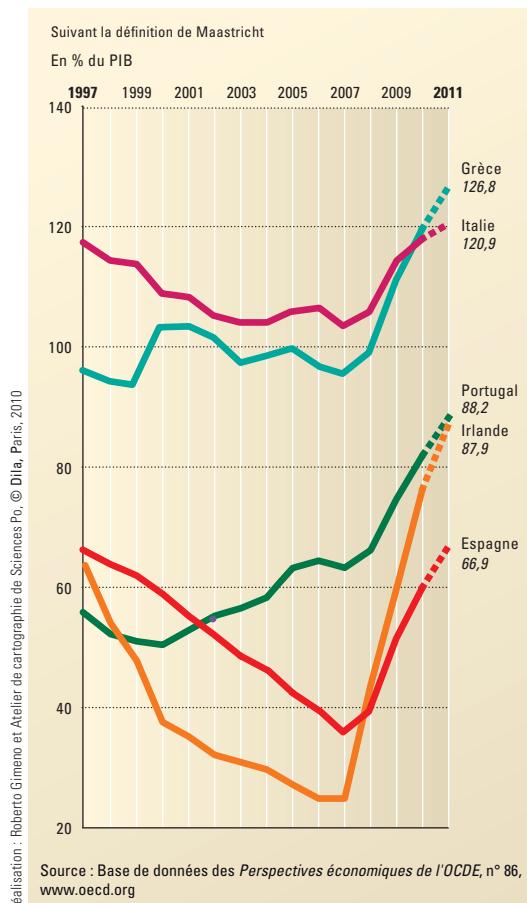
La chute du dollar, stoppée et même un peu corrigée depuis décembre 2009 par les difficultés de la Grèce et les tensions sur l'euro, pourrait reprendre assez rapidement en 2010-2011, alimentée par les déficits américains – le déficit

budgétaire plus que le déficit extérieur, même si, dans la durée, tous deux vont nécessairement se reconnecter malgré la récente remontée du taux d'épargne des ménages américains. La Chine ferait alors tout son possible pour suivre le dollar à la baisse, comme elle l'a fait pour l'essentiel depuis plusieurs années, malgré quelques faibles tentatives inverses à l'occasion. La livre sterling devrait demeurer faible en 2010-2011, vu l'état du secteur immobilier et de l'économie au Royaume-Uni. Les Japonais feront de leur côté tout pour éviter une appréciation du yen.

Or les monnaies ne peuvent pas toutes reculer en même temps. L'une d'entre elles au moins doit s'apprécier... Et il est fort à craindre que ce soit l'euro, non parce que l'économie de la zone euro va bien mais parce que, sur le plan politique et en comparaison des États-Unis ou de l'Asie, elle est mal préparée et mal organisée pour se défendre, voire pour être offensive dans une telle guerre des taux de change. L'attitude des autorités américaines à l'égard d'un nouveau et important recul du dollar sera alors déterminante. L'expérience récente suggère que les États-Unis restent, quoi qu'ils en disent, dans un sentiment de *benign neglect*⁴ vis-à-vis du taux de change du billet vert. Ils ne commenceront à s'inquiéter d'une nouvelle plongée de leur monnaie qu'au moment où celle-ci se mettra à menacer vraiment la stabilité des prix aux États-Unis. Par ailleurs, des leviers politiques et économiques suffisants existent-ils pour pousser la Chine à réévaluer le yuan de façon significative ? La réponse aujourd'hui est clairement non. Pour l'avenir, on peut estimer que la Chine n'acceptera une telle opération que le jour où elle trouvera un intérêt – par exemple, une réévaluation du yuan pour aider à lutter contre l'inflation – et que si des contreparties suffisantes lui sont accordées dans d'autres domaines – participation accrue à la gouvernance mondiale, etc. D'où la nécessité de « reglobaliser » les négociations internationales aujourd'hui trop dispersées, de préférence dans le cadre du G20.

L'intérêt d'un tel scénario, qui sans être assuré ne peut être écarté, est aussi de revenir sur la feuille de route assignée au G20. En 2009, le G20 a avancé sur un certain nombre de sujets liés, d'une façon ou d'une autre, à la crise financière :

La dette des administrations publiques du groupe de pays dits PIIGS



la régulation bancaire et financière en général, les rémunérations et bonus, les normes prudentielles des banques, les paradis fiscaux, la surveillance des fonds spéculatifs (*hedge funds*), etc. Mais, jusqu'à présent, le G20 n'a évoqué ni les déséquilibres macroéconomiques internationaux ni les taux de change. Ne pouvant être traitée convenablement dans le format G7 ou G8, la question monétaire pourrait donc s'inviter à la table du G20 beaucoup plus vite qu'on ne le pense. ■

⁴ Ou « politique de douce insouciance » qui fait référence au privilège de l'économie dominante émettant la monnaie internationale de pouvoir négliger le déficit de sa balance des paiements courants, puisqu'elle règle ce déficit pour l'essentiel dans sa monnaie dont elle contrôle l'émission.